

2021. 4. 13



▲ 전기전자/2차전지
Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 100,000 원
현재주가 (4.12) 59,500 원
상승여력 68.1%

KOSDAQ	1,000.65pt
시가총액	12,020억원
발행주식수	2,020만주
유동주식비율	20.92%
외국인비중	42.45%
52주 최고/최저가	63,600원/13,650원
평균거래대금	71.9억원

주요주주(%)	
DONGWHA INTERNATIONAL CO.,LTD 외 10인	69.56

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.8	40.5	323.5
상대주가	9.0	22.6	158.7

주가그래프



동화기업 025900

1Q21 Preview: 놀랍고 기대된다

- ✓ 1Q21 영업이익 246억원으로 컨센서스 36% 상회 예상
- ✓ 목재의 판가와 출하량 모두 크게 증가한 영향이며 전해액은 BEP 예상
- ✓ 전해액 주 원재료인 LiPF6 가격 상승 영향으로 1H21 전해액 수익성에 영향 불가피
- ✓ 목재부문의 영업이익은 2021년 1,087억원(현 시총 1.2조원), 2022년 1,215억원 예상. 현재 시가총액에는 전해액 사업가치가 제대로 반영되지 않음.
- ✓ 목재 추정치 상향과 SOTP 밸류에이션을 통해 적정주가 10만원으로 상향 (표4 참고)

1Q21 Preview: 영업이익 246억원으로 컨센서스(181억원) 36% 상회 예상

1Q21 영업이익은 246억원으로 컨센서스를 36% 상회할 전망이다. 본업인 목재의 판가와 출하량 모두 전분기 대비 크게 개선된 영향으로 매출액과 수익성 모두 크게 증가했다. 동화일렉(전해액)은 삼성SDI 소형전지 재고조정과 원재료(LiPF6) 가격 상승으로 영업이익은 BEP(손익분기점)가 예상된다.

생각보다 더 큰 전해액의 성장 잠재력

목재의 판가(P)와 출하량(Q) 모두 개선되며 2021년 목재부문 영업이익은 1,087억원(현재 시총 1.2조원)으로 예상된다. 베트남 북부 신공장이 본격 가동되는 2022년 목재부문 영업이익은 1,215억원으로 전망한다. 전해액 사업부가 추가되기 전인 2014~19년 목재 실적만으로 인정받았던 평균 PER은 17.6배였다. 현재 시가총액 1.2조원에는 전해액 사업 가치가 제대로 반영되지 않은 상태다. 반면 전해액 성장 잠재력은 더욱 커지고 있다.

1Q21, 2Q21 전해액의 주 원재료인 LiPF6 가격이 가파르게 상승해 동화일렉(전해액)의 수익성에 부정적 영향은 불가피할 전망이다. 하지만 이는 단기적인 영향이며 3Q21부터는 삼성SDI Gen5 양산이 시작되며 의미있는 EV향 성장이 시작된다. 2022년 말 가동 예정인 SK이노베이션 조지아 2공장 전해액 공급을 위한 현지 증설 계획도 연내 다시 추진된다. 더 나아가서는 기존 고객(삼성SDI, SK이노베이션) 외 Top tier 신규 고객 확보도 예상된다. 동화기업에게 2021년은 엘앤에프의 2020년과 유사하다. 당장의 2차전지 실적은 두드러지지 않으나, 2022~23년 실적을 결정지을 중요한 밑거름이 다져지고 있기 때문이다.

목재부문 추정치 상향(21년 영업이익 26%, 22년 영업이익 32% 상향)과 밸류에이션 방법 변경(PER→ SOTP)으로 적정주가를 10만원으로 상향한다. 목재가치를 8,857억원, 전해액 가치를 1.5조원, 순차입금 4,379억원을 반영(표4 참고)했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	760.0	84.1	35.1	1,736	2.5	25,564	12.9	0.9	4.5	7.0	81.3
2019	717.4	58.5	27.7	1,371	-21.0	26,226	13.5	0.7	4.2	5.3	112.6
2020	744.9	66.8	23.5	1,162	-15.2	27,492	27.0	1.1	6.5	4.3	126.3
2021E	952.0	112.7	55.7	2,758	137.2	32,023	21.6	1.9	4.4	9.3	143.7
2022E	1,123.7	137.4	66.7	3,301	19.7	36,738	18.0	1.6	3.7	9.6	120.8

표1 동화기업 1Q21 Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)
매출액	206.6	182.9	13.0%	191.4	7.9%	193.9	6.6%
영업이익	24.6	13.7	79.9%	19.9	23.8%	18.1	36.2%
세전이익	18.1	5.7	215.9%	13.2	37.6%	15.0	20.9%
지배순이익	10.2	-1.4	nm	8.3	21.9%	7.3	39.1%
영업이익률(%)	11.9%	7.5%		10.4%		9.3%	
지배주주순이익률(%)	4.9%	-0.8%		4.4%		3.8%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 동화기업 추정치 변경 내역

비교 (십억원)	New			Old			차이(%)		
	2Q22E	2021E	2022E	2Q22E	2021E	2022E	2Q22E	2021E	2022E
매출액	223.9	952.0	1,123.7	200.9	856.0	975.0	11.5%	11.2%	15.2%
영업이익	27.1	112.7	137.4	21.3	89.4	103.6	27.4%	26.1%	32.7%
영업이익률 (%)	12.1%	11.8%	12.2%	10.6%	10.4%	10.6%			
세전이익	27.7	99.5	119.1	23.1	84.5	101.1	19.8%	17.7%	17.8%
순이익	15.5	55.7	66.7	13.0	47.3	56.6	19.2%	17.8%	17.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 동화기업 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
환율 (원)	1,194	1,221	1,187	1,118	1,114	1,108	1,095	1,085	1,180	1,101	1,071
매출액	182.9	179.9	190.7	191.4	206.6	223.9	254.7	266.7	744.9	952.0	1,123.7
(% QoQ)	-4.4%	-1.6%	6.0%	0.4%	7.9%	8.4%	13.7%	4.7%			
(% YoY)	7.0%	6.0%	2.9%	0.1%	13.0%	24.5%	33.6%	39.3%	3.8%	27.8%	18.0%
동화일렉(전해액)	12.7	12.5	14.8	13.4	14.5	17.3	36.4	37.1	53.4	105.3	169.4
동화기업 별도	95.7	90.9	94.2	100.1	109.1	115.6	120.3	119.1	380.9	464.0	491.9
베트남법인	36.0	39.0	43.4	41.2	42.2	46.9	51.3	63.3	159.6	203.7	257.4
기타종속사업	38.5	37.5	38.3	36.8	40.8	44.1	46.8	47.2	151.0	179.0	205.0
영업이익	13.7	14.5	18.8	19.9	24.6	27.1	31.1	29.8	66.8	112.7	137.4
(% QoQ)	11.6%	5.7%	29.5%	6.1%	23.8%	10.1%	14.8%	-4.3%			
(% YoY)	-16.0%	-7.7%	32.0%	62.1%	79.9%	87.4%	66.1%	49.7%	14.3%	68.7%	21.9%
영업이익률 (%)	7.5%	8.0%	9.8%	10.4%	11.9%	12.1%	12.2%	11.2%	9.0%	11.8%	12.2%
세전이익	5.7	15.7	17.5	13.2	18.1	27.7	28.1	25.5	52.0	99.5	119.1
지배주주순이익	-1.4	7.3	9.3	8.3	10.2	15.5	15.7	14.3	23.5	55.7	66.7
지배주주순이익률 (%)	-0.8%	4.1%	4.9%	4.4%	4.9%	6.9%	6.2%	5.4%	3.2%	5.9%	5.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 동화기업 적정주가 산정표

(십억원)	EBIDTA (십억원)	배수(배)	금액	비고
영업가치			2,411.1	
목재	148.7	6.0	885.7	2021년 EBITDA에 2014~19년(Normal cycle) 평균 6.0배 적용
2차전지	72.3	21.1	1,525.4	2022년 EBITDA에 전해액 Peer(표7) 평균 21.1배 적용
비영업가치			124.3	
엠파크홀딩스 외 2개사 합			124.3	2020년 말 장부금액 적용
순차입금			437.9	2020년 말 기준
주주가치			2,097.4	
주식수(백만주)			20.2	
주당 적정가치			103,840	
적정주가			100,000	
현재주가			59,500	
상승여력			68.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 동화기업 EV/EBITDA 테이블

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EV (십억원)									
High	608	600	811	1,205	863	783	767	832	1,515
Low	566	482	419	529	643	655	496	663	654
Average	584	551	590	848	730	707	654	741	1,073
EBITDA (십억원)	25	21	89	113	117	129	123	107	122
EV/EBITDA (배)									
High	24.8	27.9	9.1	10.7	7.3	6.1	6.2	7.8	12.4
Low	23.1	22.5	4.7	4.7	5.5	5.1	4.0	6.2	5.4
Average	23.8	25.7	6.6	7.5	6.2	5.5	5.3	7.0	8.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 동화기업 사업부별 EBITDA 추정

(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업이익	9.5	-2.2	56.2	78.7	82.8	90.2	84.1	58.5	66.8	112.7	137.4	151.4
목재	9.5	-2.2	56.2	78.7	82.8	90.2	84.1	58.5	64.2	108.7	121.5	124.1
2차전지									2.7	4.0	16.0	27.3
감가상각비	15.1	23.7	33.2	33.9	34.7	38.4	38.8	48.0	55.0	89.9	111.3	123.2
목재	15.1	23.7	33.2	33.9	34.7	38.4	38.8	40.0	40.0	40.0	55.0	55.0
2차전지									15.0	49.9	56.3	68.2
EBITDA	24.6	21.5	89.4	112.6	117.5	128.6	122.9	106.5	121.9	202.6	248.8	274.6
목재	24.6	21.5	89.4	112.6	117.5	128.5	122.9	98.5	104.2	148.7	176.5	179.1
2차전지									17.7	53.8	72.3	95.4

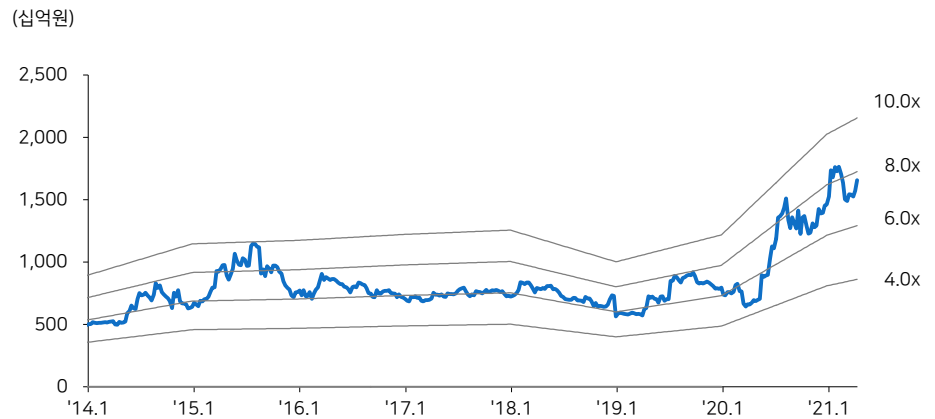
자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 2차전지 소재 밸류에이션 비교 (음영은 전해액 peer)

	P/E(배)			P/B(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)		
	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
포스코케미칼	118.2	89.9	71.1	6.9	6.4	5.4	6.9	7.4	7.6	60.0	45.6	21.4
엘앤에프	173.3	44.8	29.1	12.5	9.8	7.3	7.5	24.8	27.0	71.3	26.9	21.4
에코프로비엠	48.5	30.5	21.8	7.7	6.2	7.4	17.1	22.4	25.3	29.0	19.8	13.4
Umicore	25.4	24.0	21.8	4.0	3.7	3.3	14.6	13.7	13.2	13.4	12.6	11.5
Tinci	39.2	32.3	21.1	9.8	7.8	6.1	26.7	25.5	27.7	28.0	21.9	14.0
capchem	43.3	32.7	24.5	5.7	5.0	4.2	13.3	15.4	16.9	30.5	22.9	17.0
천보	42.0	28.1	23.9	6.3	5.2	4.5	16.2	20.4	20.8	26.2	18.4	14.4

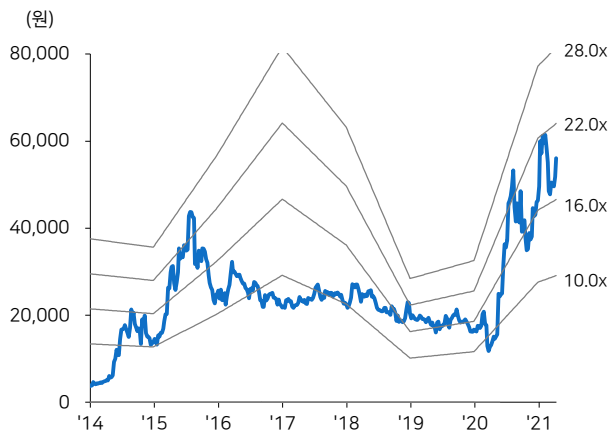
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 동화기업 EV/EBITDA 밴드



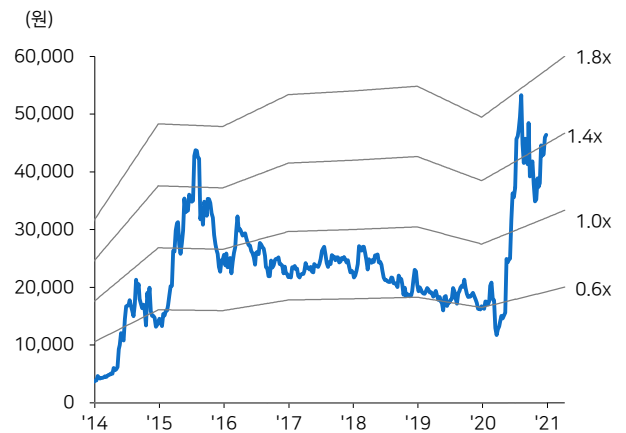
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 동화기업 PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 동화기업 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

동화기업 (025900)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	760.0	717.4	744.9	952.0	1,123.7
매출액증가율 (%)	8.3	-5.6	3.8	27.8	18.0
매출원가	542.0	570.1	575.8	697.1	816.5
매출총이익	177.1	161.2	178.4	254.9	307.2
판매관리비	93.0	102.7	111.6	142.2	169.7
영업이익	84.1	58.5	66.8	112.7	137.4
영업이익률	11.1	8.2	9.0	11.8	12.2
금융손익	-11.9	-9.1	-13.7	-16.8	-21.9
중속/관계기업손익	1.5	1.5	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.2	0.0	-1.4	3.6	3.5
세전계속사업이익	70.6	50.9	52.0	99.5	119.1
법인세비용	17.1	7.5	11.7	19.9	23.8
당기순이익	51.0	43.4	40.3	79.6	95.2
지배주주지분 순이익	35.1	27.7	23.5	55.7	66.7

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	282.9	324.9	366.5	294.8	338.0
현금및현금성자산	24.1	21.6	46.7	42.0	82.0
매출채권	93.5	93.8	85.9	113.9	117.5
재고자산	78.0	99.6	94.0	87.1	78.7
비유동자산	946.9	1,115.7	1,220.0	1,636.9	1,622.2
유형자산	745.5	790.2	891.7	1,320.3	1,291.9
무형자산	47.7	130.3	125.1	119.1	113.1
투자자산	147.2	146.3	145.4	144.8	144.3
자산총계	1,229.8	1,440.6	1,586.4	1,931.7	1,960.2
유동부채	379.9	384.0	446.0	567.6	543.8
매입채무	64.7	40.4	48.3	84.8	89.9
단기차입금	229.9	249.6	226.5	210.0	200.0
유동성장기부채	32.4	26.9	83.7	163.7	134.2
비유동부채	171.4	379.0	439.3	571.5	528.6
사채	0.0	131.0	90.0	29.9	0.4
장기차입금	41.5	100.4	196.2	376.2	356.2
부채총계	551.3	763.0	885.4	1,139.1	1,072.4
자본금	7.7	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	99.1	84.5	93.0	93.0	93.0
기타포괄이익누계액	-7.2	-4.2	-12.2	-0.3	-0.3
이익잉여금	709.9	731.7	749.8	829.3	924.6
비지배주주지분	162.1	148.0	145.8	145.8	145.8
자본총계	678.5	677.7	701.1	792.6	887.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	116.2	39.6	136.4	215.3	246.1
당기순이익(손실)	51.0	43.4	40.3	79.6	95.2
유형자산상각비	35.8	43.4	48.2	82.5	103.5
무형자산상각비	3.0	4.6	6.8	7.3	7.8
운전자본의 증감	-42.7	-23.5	-17.1	23.4	8.3
투자활동 현금흐름	-119.3	-165.4	-182.2	-334.1	-269.6
유형자산의증가(CAPEX)	-31.5	-45.0	-143.4	-140.0	-75.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-0.7	0.1	0.6	0.6
재무활동 현금흐름	2.8	124.1	73.4	34.0	-238.5
차입금의 증감	7.7	204.2	88.5	183.5	-89.0
자본의 증가	0.0	-2.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2.2	-2.6	25.1	-4.7	40.0
기초현금	26.4	24.1	21.6	46.7	42.0
기말현금	24.1	21.6	46.7	42.0	82.0

Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	37,625	35,518	36,878	47,132	55,632
EPS(지배주주)	1,736	1,371	1,162	2,758	3,301
CFPS	-110	-126	1,244	-235	1,981
EBITDAPS	6,085	5,273	6,033	10,029	12,316
BPS	25,564	26,226	27,492	32,023	36,738
DPS	203	130	0	0	0
배당수익률(%)	1.0	0.8	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.9	13.5	27.0	21.6	18.0
PCR	-203.3	-146.4	25.3	-253.4	30.0
PSR	0.6	0.5	0.9	1.3	1.1
PBR	0.9	0.7	1.1	1.9	1.6
EBITDA	123	107	122	203	249
EV/EBITDA	4.5	4.2	6.5	4.4	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.0	5.3	4.3	9.3	9.6
EBITDA 이익률	28.5	26.0	19.3	27.5	26.8
부채비율	81.3	112.6	126.3	143.7	120.8
금융비용부담률	1.1	1.4	1.4	1.4	1.6
이자보상배율(x)	8.3	4.3	4.7	6.4	7.0
매출채권회전율(x)	7.1	7.7	8.3	9.5	9.7
재고자산회전율(x)	7.2	6.4	6.0	7.7	9.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

동화기업 (025900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.07.06	기업분석	Buy	70,000	주민우	-34.1	-23.9	
2020.09.15	기업브리프	Buy	80,000	주민우	-47.2	-25.0	
2021.01.11	기업브리프	Buy	90,000	주민우	-39.7	-29.3	
2021.04.13	기업브리프	Buy	100,000	주민우	-	-	